

学校编码: 10384

学号: 15720091151638

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

UDC\_\_\_\_\_

厦门大学

硕 士 学 位 论 文

中国企业海外并购绩效研究

Study on Cross-border M&A Performance of Chinese  
Corporations

冯 健

指导教师姓名: 吴红军 副教授

专 业 名 称: 国 际 商 务

论文提交日期: 2012 年 4 月

论文答辩时间: 2012 年 月

学位授予日期: 2012 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2012 年 月

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（        ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，  
于        年        月        日解密，解密后适用上述授权。

（        ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年        月        日

厦门大学博硕士论文摘要库

## 摘要

改革开放以来，特别是进入新世纪以来，我国越来越多的企业赴海外投资，企业海外并购数量和金额日益增多。综观目前国内外学者的相关研究，国外学者主要关注的是发达国家企业的海外并购活动，而国内学者关注中国企业海外并购活动的文献非常少。因此，深入分析中国企业海外并购绩效及其影响机制具有迫切性和现实意义。相比于前人的研究，本文有以下两个创新点：研究内容上，从效率改变和价值改变两个方面关注我国企业海外并购绩效及影响因素；研究方法上，首次使用数据包络分析法（DEA）来测量我国企业海外并购活动效率的变化。

论文首先基于 2000~2007 年我国上市公司海外并购的样本，使用 DEA 方法对海外并购对中国企业效率的影响进行了分析。结果表明：相比于并购前，我国企业海外并购后总效率是提高了；国有企业的海外并购总效率比民营企业高；企业发生横向并购和混合并购后总效率提高，纵向并购后总效率降低。其次，论文用事件研究法对海外并购活动对企业价值的影响进行了分析，对并购公告日前后 30 天窗口期的累积异常收益率（CAR）进行了测量，发现企业的海外并购活动提高了企业的价值。在此基础上，对海外并购导致我国企业效率变化和价值变化的源泉进行了分析，探讨海外并购导致那些因素发生变化并传导到效率和价值的变化。借助效率和价值影响因素的相关理论，构建了回归模型。实证结果表明：主营业务利润变化、文化距离和并购企业的企业性质对并购企业效率产生了显著影响；主营业务利润变化和并购企业的企业性质对并购企业价值产生了显著影响。最后，结合前面的实证结果，提出了促进我国企业海外并购的相关政策建议。

**关键词：**海外并购；绩效；影响因素

厦门大学博硕士论文摘要库

## Abstract

Since the opening and reform policy, especially entering into 21<sup>st</sup> century, more and more Chinese corporations begin to launch cross-border M&As. Both the frequency and amount are growing fast. After an overview of related analysis, we found out the foreign economists mainly focus on developed countries' cross-border M&A performance, but few domestic papers pay attention to Chinese cross-border M&As. Therefore, it's quite necessary and urgent to analyze Chinese corporations' cross-border M&A performance and the influential factors. Compared to previous studies, this paper has the following innovations: firstly, this paper concerns on Chinese corporations' cross-border M&A performance and the factors that influence the performance, the performance refers to both efficiency changes and shareholder' wealth changes; secondly, this paper uses DEA (Data Envelopment Analysis) to measure the efficiency of cross-border M&As.

Based on the sample of between 2000 to 2007 cross-border M&As of Chinese listed corporations, we use DEA to measure the impact of M&A activities on Chinese corporations' efficiencies. The result shows that acquiring corporations' efficiencies increase after the M&As, the SOEs' efficiencies increase more than the private corporations, efficiencies of corporations launching horizontal and vertical M&As increase after cross-border M&As while efficiencies of corporations launching conglomerate M&As decrease. Meanwhile, we use event study to analyze the (-30,30) CARs (Cumulative Abnormal Return) of M&A announce day. We find that cross-border M&As can improve shareholders' wealth. Based on the results, we tried to find out the sources of the performance changes. We distinguish which factors would be changed after cross-border M&As, and how these factors affect the acquiring corporations' performances. Then, under the related performance theories, we establish the empirical study. The result shows: changes of gross profit, culture distance and the acquiring corporations' ownerships have obvious effects on the cross-border efficiencies; changes of gross profit and the acquiring corporations'

ownerships have obvious effects on the acquiring corporations' wealth. At last, we bring up our suggestions on the overseas M&A of Chinese corporations.

**Key words:** Cross-border M&A; Performance; Influential Factors.

厦门大学博硕士论文摘要库



# 目 录

<b>第一章 前言 .....</b>	<b>1</b>
1.1 问题的提出及意义 .....	1
1.2 研究方法与结构安排 .....	2
1.3 论文创新 .....	3
<b>第二章 理论综述及国内外文献回顾 .....</b>	<b>5</b>
2.1 海外并购理论 .....	5
2.1.1 宏观层面的理论 .....	5
2.1.2 微观层面的理论 .....	7
2.2 企业效率和企业价值 .....	8
2.2.1 企业效率 .....	9
2.2.2 企业价值 .....	10
2.3 国内外相关研究成果 .....	11
2.3.1 国外学者关于企业海外并购绩效的研究 .....	11
2.3.2 国内学者关于我国企业海外并购绩效的研究 .....	13
2.3.3 先前相关研究评述 .....	14
<b>第三章 海外并购对我国企业效率的影响分析 .....</b>	<b>15</b>
3.1 方法介绍及数据来源 .....	15
3.1.1 DEA 方法介绍 .....	15
3.1.2 数据来源 .....	18
3.2 海外并购对企业效率影响的总体分析 .....	21
3.2.1 总效率 .....	21
3.2.2 技术效率 .....	22
3.2.3 规模效率 .....	23
3.2.4 小结 .....	24
3.3 海外并购对不同性质企业的效率影响比较 .....	24
3.3.1 国有企业和民营企业总效率比较 .....	25
3.3.2 国有企业和民营企业技术效率比较 .....	26
3.3.3 国有企业和民营企业规模效率比较 .....	27
3.3.4 小结 .....	28
3.4 不同类型的海外并购对企业效率变化的影响 .....	29
3.4.1 不同并购类型企业总效率比较 .....	30
3.4.2 不同并购类型企业技术效率比较 .....	31
3.4.3 不同并购类型企业规模效率比较 .....	32
3.4.4 小结 .....	33
<b>第四章 海外并购对企业价值的影响 .....</b>	<b>36</b>
4.1 研究方法介绍 .....	36

4.2 实证结果及分析 .....	36
<b>第五章 我国企业海外并购绩效影响因素实证研究.....</b>	<b>40</b>
5.1 影响因素的选择 .....	40
5.2 各影响因素的相关理论解释 .....	41
5.2.1 人均资本.....	41
5.2.2 并购规模.....	41
5.2.3 主营业务利润.....	41
5.2.4 文化距离.....	42
5.2.5 企业性质.....	43
5.3 实证模型的构建及实证结果 .....	44
5.3.1 各因素对并购企业效率的影响.....	44
5.3.2 各因素对并购企业价值的影响.....	44
5.3.3 结论.....	45
<b>第六章 相关政策建议 .....</b>	<b>47</b>
6.1 积极推动我国企业赴海外并购，给予相关政策扶植.....	47
6.1.1 信息服务和指导.....	47
6.1.2 加大政策性融资支持.....	47
6.1.3 调整审批制度.....	48
6.1.4 加大税收政策的扶持.....	48
6.1.5 给予民营企业更多扶植.....	48
6.2 并购企业应加强海外并购整合 .....	49
6.2.1 做好海外并购前的调研准备工作.....	49
6.2.2 加强组织结构和人力资源整合.....	49
6.2.3 加强财务资源整合.....	50
6.2.4 加强文化整合.....	50
<b>参考文献 .....</b>	<b>51</b>
<b>致谢.....</b>	<b>53</b>

## Contents

<b>Chapter 1 Introduction .....</b>	<b>1</b>
1.1 The Significance of the Research.....	1
1.2 The Methodology and Structure of the Research .....	2
1.3 The Innovaitons of the Research .....	3
<b>Chapter 2 The Related Theories and Literature Reviews .....</b>	<b>5</b>
2.1 The Theories of Cross-border M&As .....	5
2.1.1 The Macroeconomic Theories .....	5
2.1.2 The Microeconomic Theories .....	7
2.2 Efficiency and Value of Corporations .....	8
2.2.1 Efficiency of Corporations.....	9
2.2.2 Value of Corporations .....	10
2.3 The Literature Reviews .....	11
2.3.1 Foreign Researches on Cross-border M&A Performance .....	11
2.3.2 Domestic Researches on Cross-border M&A Performance.....	13
2.3.3 Reviews of Former Studies .....	14
<b>Chapter 3 Impact of Cross-border M&amp;As on Efficiency of Chinese Corporations .....</b>	<b>15</b>
3.1 Methodology Introduction and Data Source.....	15
3.1.1 Introduction to DEA Methodology .....	15
3.1.2 Data Source .....	18
3.2 Cross-border Efficiency of Chinese Corporations.....	21
3.2.1 Technologic Efficiency .....	21
3.2.2 Pure Technologic Efficiency .....	22
3.2.3 Scale Efficeincy .....	23
3.2.4 Summary .....	24
3.3 Comparisons of Efficiency between SOEs and Private Corporations....	24
3.3.1 Technologic Efficiency .....	25
3.3.2 Pure Technologic Efficiency .....	26
3.3.3 Scale Efficeincy .....	27
3.3.4 Summary .....	28
3.4 Comparisons of Efficiency between Different Types of M&As .....	29
3.4.1 Technologic Efficiency .....	30
3.4.2 Pure Technologic Efficiency .....	31
3.4.3 Scale Efficeincy .....	32
3.4.4 Summary .....	33
<b>Chapter 4 Analysis of Value Impact of Cross-border M&amp;As .....</b>	<b>36</b>

4.1 Introduction to Event Study .....	36
4.2 Main Conclusion .....	36
<b>Chapter 5 An Empirical Analysis on the Factors Influencing</b>	
<b>Cross-border M&amp;A Efficiency.....</b>	<b>40</b>
5.1 Influencing Factors .....	40
5.2 Review of Related literature on the Influencing Factors .....	41
5.2.1 Capital per worker.....	41
5.2.2 Scale of the M&As.....	41
5.2.3 Gross Profit .....	41
5.2.4 Culture Distance.....	42
5.2.5 Corporations' Ownerships .....	43
5.3 The Result of the Empirical Analysis and Main Conclusions.....	44
5.3.1 Effects on Efficiency .....	44
5.3.2 Effects on Value .....	44
5.3.3 Conclusion .....	45
<b>Chapter 6 The Implications and Suggestions.....</b>	<b>47</b>
6.1 Official Policies Support Corporations, Cross-border M&As .....	47
6.1.1 Providing Information and Guidance .....	47
6.1.2 Providing Financing Policy Support.....	47
6.1.3 Adjusting Related Policies on Overseas Investment.....	48
6.1.4 Enhance Tax Support .....	48
6.1.5 Backing up for Private Corporations .....	48
6.2 Strengthening Integrations after M&As.....	49
6.2.1 Prepared Work before Cross-border M&As .....	49
6.2.2 Integrations on Structure and Human Resource .....	49
6.2.3 Financial Integrations.....	50
6.2.4 Culture Integrations .....	50
<b>Reference .....</b>	<b>51</b>
<b>Acknowledgement.....</b>	<b>53</b>

## 第一章 前言

### 1.1 问题的提出及意义

随着改革开放以来，我国经济经历了一个快速增长时期。在其中，越来越多的企业“走出去”，进行了对外直接投资活动（FDI）。我国企业从 80 年代初开始对外直接投资，1982 年，我国对外直接投资流量仅为 4400 万美元，占世界对外直接总投资的 0.16%，而到了 2010 年，这一值上升到 680 亿美元，占世界对外直接总投资的 5.14%。

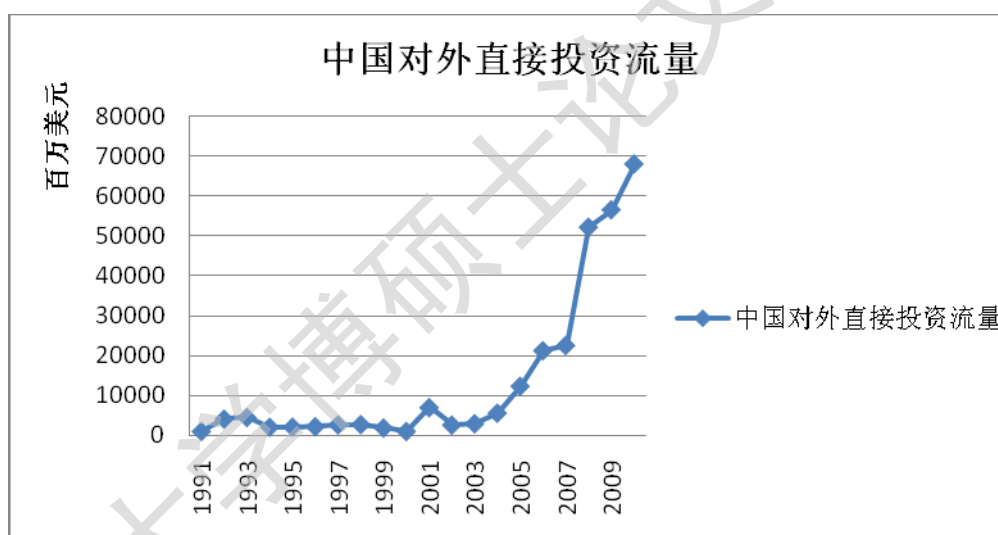


图 1：中国对外直接投资流量

资料来源：UNCTAD，2010 年。

图 1 是我国从 1991 年到 2010 年对外直接投资流量的状况。可以看出，我国的对外直接投资流量总体上是上升的。2003 年以后，我国对外直接投资流量持续上升，特别是从 2007 年到 2008 年之间，流量有一大幅度的增长，从 225 亿美元到 522 亿美元，增长幅度超过 130%。受金融危机的影响，2009 年我国对外直接投资流量增长减速，但由于美元对人民币汇率的贬值，我国对外直接投资流量还是有小幅度增长。据 UNCTA 统计，从存量上看，2010 年我国对外直接投资的总额为 2976 亿美元，占当年世界对外直接投资存量的 1.46%。

对外直接投资的一种方式即为海外并购。中国企业的海外并购活动始于上世纪 80 年代，目标企业多位于美国、加拿大和香港，并购企业多为大型国有企业，如中石油，首钢，华润等等。到了上世纪 90 年代，越来越多的民营企业也加入到海外并购活动的行列。进入 21 世纪，我国企业的海外并购活动更是如火如荼的展开，呈现出以下几个特点：数量和金额都不断增长，民营企业参与的海外并购数量不断增多，并购行业从垄断性的能源、化工行业发展到各个制造行业。据世界投资报告统计，2008 年我国企业海外并购的金额为 379.41 亿美元，占对外直接投资的 72.75%，可见我国企业海外并购额占了所有对外直接投资的三分之二以上。比较大的案例有：2003 年，TCL 收购德国施耐德，京东方收购韩国现代 TFT-LCD 业务；2004 年联想收购 IBM 个人 PC 业务；2005 年、2006 年海油工程分别购买 MEG 能源公司部分普通股及收购尼日尼亚海上石油开采等。

面对目前我国企业海外并购数量和金额日益增多的趋势，研究其并购绩效及影响因素也显得日益迫切起来。综观目前国内外学者的相关研究，国外学者主要关注的是发达国家企业的并购活动，而国内学者主要集中于中国企业的国内并购，关注中国企业海外并购活动的文献少之又少。因此，深入分析海外并购对我国企业绩效的影响及其影响机制具有迫切性和现实意义。

## 1.2 研究方法 with 结构安排

本文利用理论研究和实证模型相结合的方式，结合 2000-2007 年我国上市公司海外并购的样本，分析了我国企业海外并购绩效。首先，使用 DEA 方法对海外并购对我国企业的效率影响进行了分析，同时将所有样本按照并购企业性质（国有企业、民营企业）及并购类型（横向并购、纵向并购、混合并购）进行分类对比。其次，本文用事件研究法分析了海外并购对企业价值的影响。在此基础上，对海外并购导致我国企业绩效变化的源泉进行了分析，深入剖析并购前后人均资本变化、主营业务利润变化、文化差异、并购规模及并购企业性质对企业并购效率和价值的影响。最后，在前面工作的基础上，提出相关的政策和建议。

本文共分六章，第一章是前言，第二章是理论综述及国内外文献回顾，第三章是海外并购对我国企业效率的影响分析，第四章是海外并购对企业价值的影响，第五章是我国企业海外并购绩效影响因素实证研究，第六章是相关政策建议。

具体安排如下：

第一章主要介绍本文的研究背景和意义，论文的主要内容和结构安排及本文的创新。

第二章梳理相关的理论和国内外相关实证文献，找出已有研究的共同特点和现有研究的不足之处，从而引出本文的研究方向。理论部分包括海外并购理论，企业效率和企业价值；国内外文献包括国外学者和国内学者对企业海外并购绩效的研究。

第三章介绍了数据包络分析（DEA）方法的原理和应用，并对 2000-2007 年间我国 33 个上市公司海外并购的样本进行了并购前后的效率测算，并对其进行了相应的分析。

第四章利用事件研究法计算并购公告日前后 30 天窗口期的累积异常收益率（CAR），检验海外并购活动能否提高我国并购企业的价值。

第五章构建回归方程，实证检验我国企业海外并购影响因素。首先，分析海外并购导致哪些因素发生变化并传导到绩效的变化，并对国内外学者的相应研究做了简单总结。其次，对回归方程输出结果进行分析，分析出各要素对企业海外并购绩效的不同影响，并结合经济现实分析结果的意义。

第六章根据前面的理论分析和实证结果提出相关的促进我国企业海外并购绩效的政策和建议。

### 1.3 论文创新

与前人的研究相比，本文有研究内容和研究方法两方面的创新。

研究内容方面，国外学者主要关注的是发达国家企业的并购活动，而国内学者关注中国企业海外并购活动的文献非常少。不同于以往的文献，本文主要集中于从效率改变和价值改变两个方面关注我国企业海外并购绩效及影响因素：（1）以数据包络分析法（DEA）测算海外并购对我国企业效率的影响，并按企业性质和并购类型进行分类分析。以事件研究法测算海外并购活动是否提高了并购企业的价值。（2）对海外并购导致我国企业绩效变化的源泉进行了分析，并实证了对绩效变化的影响和方式。（3）论文着重从国情差异和保障机制方面，提出相关的政策建议。

研究方法上,前人研究企业并购绩效一般有两种方法,一种是基于企业并购前后的股票价格的变化,主要是事件研究法;另一种是财务指标法。对于财务指标,容易受操控,不能反映出真实的情况。本文研究的是我国企业海外并购绩效,绩效包括并购企业效率变化和价值变化两个方面。本文首次使用数据包络分析法(DEA)来测量我国企业海外并购活动效率的变化。



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库